



上市公司新股研究报告

证券研究报告
医药与健康护理—医药流通

建议申购

瑞康医药（002589）

2011 年 05 月 31 日

“广覆盖、深挖掘”的医药商业开拓者

发行价格：20.00 元

合理价值区间：21.84-25.48 元

网上申购日：2011 年 6 月 1 日

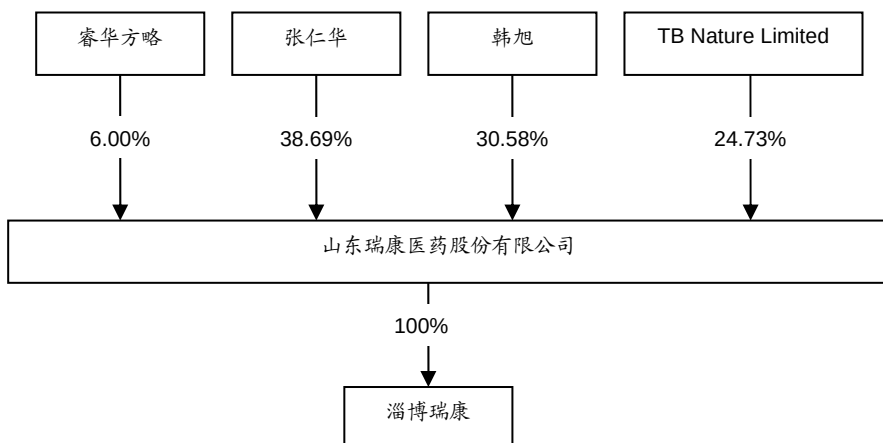
消费小组首席分析师：丁频
SAC 执业证书编号：S0850203100085
dingpin@htsec.com
021-23219405
联系人：刘宇
liuy4986@htsec.com
021-23219608
联系人：冯皓琪
fhq5945@htsec.com
021-23219709

投资建议：公司是一家以山东省为目标市场、以规模以上医院及基础医疗市场的直接销售为主营业务的高成长性医药商业企业。凭借“广覆盖、深挖掘”的销售网络，公司运用信息化管理手段以打造现代物流平台，进一步开拓高端医疗市场和基础医疗市场，做大做强直销业务。本次募投资金将运用于两大物流配送项目的建设，进一步扩大公司在山东省的市场份额。我们预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.91 元、1.19 元和 1.60 元。参照可比公司估值水平，并综合考虑目前主板市场的投资风险，我们认为可以给予 2011 年 24-28 倍市盈率，合理价值区间为 21.84-25.48 元，发行价为 20.00 元，建议申购。

1. 股权集中，稳定发展

公司是自然人控股的民营医药商业企业。本次发行前公司总股本为 7000 万股，发行后总股本为 9380 万股。韩旭、张仁华夫妇持有公司 51.69% 的股权（发行后），为公司控股股东。公司控股权集中，有利于未来持续稳定地发展。

图 1 发行前公司股权结构

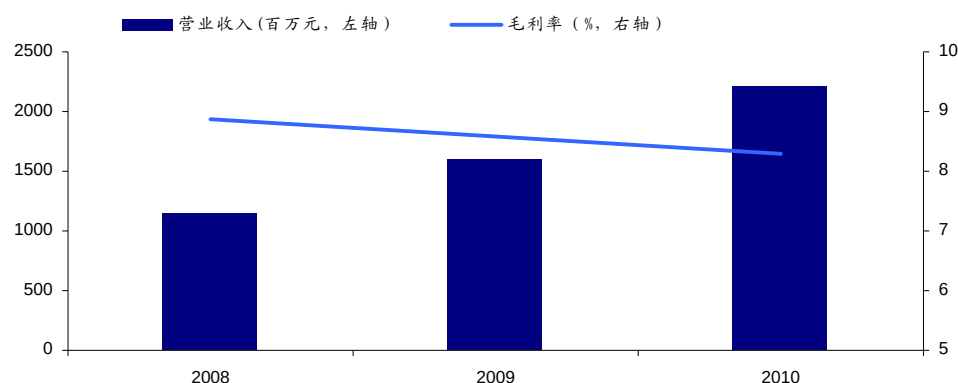


资料来源：招股意向书，海通证券研究所

作为一家高成长性的药品直销服务商，公司以山东省为目标市场、以规模以上医院及基础医疗市场的直接销售为主营业务、以商业分销为补充。公司依托先进的物流设备和管理信息系统，有效地整合了上下游资源，通过优化药品供销配环节中的验收、存储、分拣、配送、信息交流等作业过程，实现药品销售的规模化、自动化、信息化和效益化。2009年，公司在全国医药商业百强排名中进入全国 50 强，销售收入位列第 38 位。同年，公司被山东省食品药品监督管理局列入山东省第一批药品现代物流试点企业，在山东省医药商业销售规模位列第三位，并在医院直配市场处于山东省医药商业领先地位。

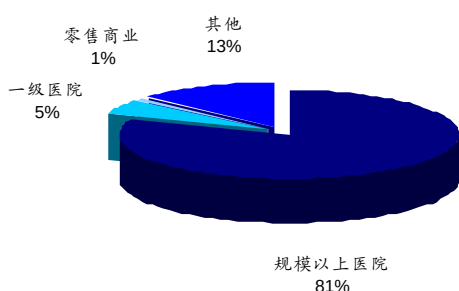
近年来，公司主营业务收入增长迅速。2009 年实现营业收入 16.02 亿元，较 2008 年增长 39.63%；2010 年继续保持较快的增长速度，营业收入达到 22.13 亿元，较 2009 年增长 38.19%。

图 2 公司历年营业收入和毛利率变化



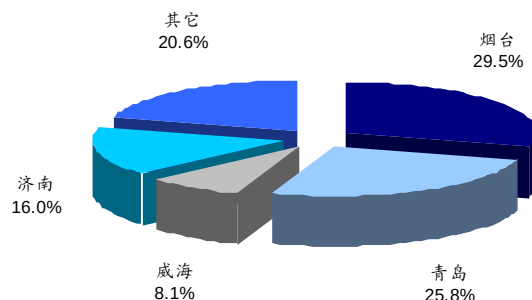
资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 3 2010 年公司主营业务收入构成



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 4 2010 年公司收入按区域分类构成



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

2. 发展政府主导营销模式，追求高毛利

公司历年收入主要源自政府主导的营销模式（图 5）。在未来，公司仍将坚持以发展政府主导营销的市场为主，进一步开拓高端医疗市场和基础医疗市场，做大做强直销业务。

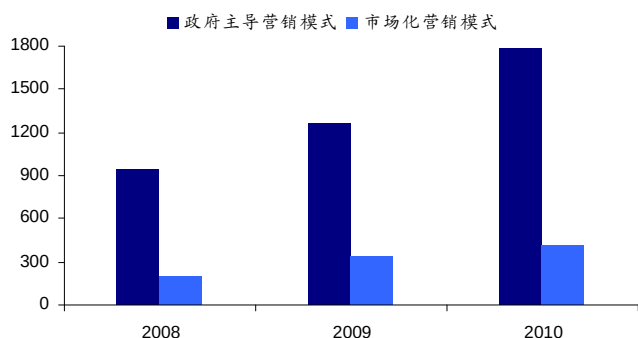
相比市场化营销模式，政府主导的营销模式具有较高的毛利率（图 6），主要原因是：

（1）以直销为主，直销不存在中间商销售环节，因而毛利率得以较高；

（2）终端主要为规模以上医院，所销售的药品大都是比较高端的进口特效药，而这些高端药品的毛利率水平较高；

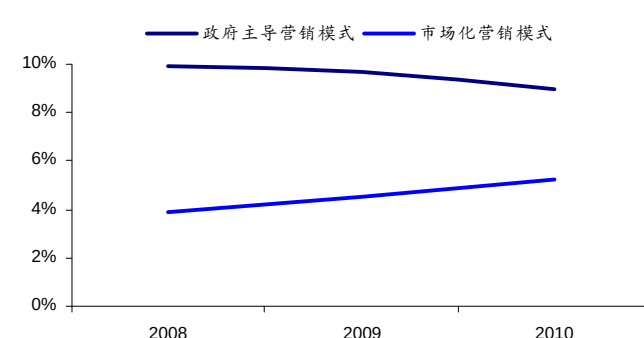
（3）集中度较高，市场结构较为稳定，并呈现出区域化集中的趋势。在这一趋势下，市场主要由区域内强势医药商业企业所占据，竞争激烈程度降低，从而提升了毛利率。反观市场化营销模式，其主要业务模式为分销，市场集中度较低，医药商业企业竞争激烈，导致毛利率降低。

图 5 公司主营业务收入按业务模式分类（百万元）



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

图 6 公司毛利率按业务模式分类



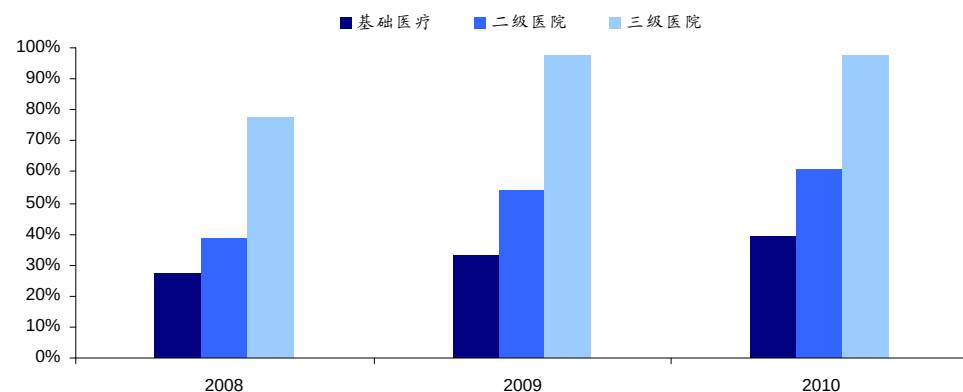
资料来源：招股意向书，海通证券研究所

3. 销售网络“广度”与“深度”兼备

经过多年持续的销售网络建设，公司已通过直销和分销两种商业模式对山东省实现网络覆盖，具有了完善的销售网络。2010 年，公司通过直销模式对山东省 84 家三级医院、249 家二级医院和 988 家基层医疗机构达成覆盖，覆盖率分别为 97.67%、60.58%和 39.16%。同年，公司通过 273 家分销客户对山东省未直接覆盖的医院及零售市场达成覆盖，其中济南、烟台和青岛为公司分销业务的主要市场。特别在山东省医疗终端市场上，公司的直接覆盖率呈逐年上升趋势：对省内规模以上医院终端的覆盖率由 2008 年的 45.07%上升到 2010 年的 67.00%；对基层医疗机构的覆盖率由 2008 年的 27.15%上升至 2010 年的 39.16%。

公司的销售网络不仅覆盖面广，而且纵向挖掘深，覆盖了高质量的终端客户（高级别医院）。图 7 显示，公司对三级医院的覆盖率远高于对其它级别医院的覆盖率。由于高质量终端客户对药品需求量大、对市场影响力大，且汇款能力强，因此可以保证公司收入和利润的持续稳定增长。

图 1 公司各级别医院覆盖率



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

4. 信息化管理打造现代物流平台

公司在成立初期就开展信息化建设，至今已具备了医药商业企业所需各业务层面的完整信息化服务体系，主要包含企业管理、物流管理、生产经营管理、人力资源管理、财务管理、决策分析、电子商务、政府监管等八大系统模块。从长远看，这一举措紧跟国家卫生信息化建设指导方针和意见，有利于公司对各物流环节的高效整合，从而向客户提供现代化服务。

表 1 公司信息化建设特色

序号	具体措施
1	建设ERP系统，为决策提供可靠数据、进行“零库存”管理和智能仓储配置等
2	实时在线的电子商务平台为上下游客户提供即时订单服务，并可进行实时交易分析
3	为政府监管部门提供数据接口，提供真实市场信息，满足国家政策对医药商业监管的相关要求
4	完成对供应商和医院的网上信息服务和供应链延伸服务，实现与上下游客户的数据交换
5	拥有山东省食品药品监督管理局颁发的《互联网药品交易服务资格证书》，为公司未来开展网络销售业务提供了资质保证

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

公司新建和扩建现代物流仓库，打造配送能力覆盖全省的现代化、信息化物流平台，不仅达到了国家新医改及医药商业企业规范化、规模化的产业发展规划的要求，而且有利于公司争取基本药物的配送权、在全省药品挂网招标采购中获得更多的配送授权以及取得基本药物的配送权。

表 2 公司现代物流平台建设特色

序号	具体措施
1	建设烟台现代物流药品配送基地，包括三个独立冷库
2	公司构建计算机信息管理系统，包括公司的业务管理系统（BMS）、仓库管理系统（WMS）等
3	电子标签、手持终端的使用实现了药品收货、存储、拣货、传输、运输的自动化或半自动化
4	公司物流主要依靠自有车辆，必要时可借助社会专业物流公司，实现了物流运输的时效性和地域覆盖

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

5. 两大募投项目旨在扩大市场份额

本次募集资金扣除发行费用后，将按照项目的轻重缓急分别投资于表 3 中的两个项目。

表 3 公司募集资金项目

项目名称	投资总额（万元）
山东瑞康医药股份有限公司（济南）药品现代物流配送项目	21135
山东瑞康医药股份有限公司（烟台）药品现代物流配送项目	6278

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

济南项目拟在济南建设现代物流基地，这将有效地开拓济南及周边地区市场，主要以济南、淄博、枣庄、东营、潍坊、济宁、泰安、日照、莱芜、临沂、德州、聊城、滨州和菏泽作为目标市场。公司在济南设立分公司，具体经营济南地区的配送业务，并已打下扎实的业务基础，主要为规模以上医院进行药品配送。原济南市场的配送需求不再由烟台物流基地完成，这将有效降低公司的物流成本。此外，公司已开发了淄博地区的大部分市场，其对收入总额的贡献率不断增加。该项目建设期为 12 个月，第 13 个月仓库开始投入使用。仓库投入使用后第一年使用率为 30%，第二年为 70%，第三年达 100%。项目达产当年将新增营业收入 350000 万元，利润总额 14173.50 万元，净利润 10630.12 万元。

烟台项目拟在烟台建设现代物流基地，这将进一步稳固公司在山东东部烟台、威海及青岛等地区的市场地位。公司在这三地已经有了坚实的业务基础，市场份额比较大，此项目的实施或将进一步提高公司在该区域的盈利水平。该项目建设期为 12 个月，第 13 个月仓库开始投入使用。仓库投入使用后第一年使用率为 30%，第二年为 70%，第三年达 100%。项目达产当年将新增营业收入 100000 万元，利润总额 4683.03 万元，净利润 3512.28 万元。

6. 盈利预测及估值

我们预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.91 元、1.19 元和 1.60 元。参照可比公司估值水平，并综合考虑目前主板市场的投资风险，我们认为可以给予 2011 年 24-28 倍市盈率，合理价值区间为 21.84-25.48 元，发行价为 20.00 元，建议申购。

表 4 同行业公司估值

公司代码	公司名称	每股收益 EPS (元)			市盈率 PE		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
601607	上海医药	0.69	0.72	0.89	33.36	23.95	19.34
000963	华东医药	0.73	0.96	1.21	32.41	24.67	19.62
000028	一致药业	0.91	1.16	1.51	31.95	24.89	19.23
600998	九州通	0.27	0.38	0.51	47.75	35.48	25.98
600511	国药股份	0.65	0.84	1.05	25.22	21.90	17.57
	平 均				34.14	26.18	20.35

备注：EPS 按全面摊薄计算

资料来源：Wind，海通证券研究所

7. 风险提示

目前，国家通过实行药品经营许可证制度和 GSP 强制认证制度，对医药商业行业实施严格监管，使产业集中度进一步提高。在国家产业政策的导向下，全国性大型医药商业企业通过并购等手段开始进入山东省市场，市场竞争风险日益加剧。

表 5 公司主营业务收入预测明细

三级医院		2010	2011E	2012E	2013E
	业务收入（百万元）	1118.98	1488.24	1964.48	2593.12
	增长率（%）	32.98%	33.00%	32.00%	32.00%
二级医院					
	业务收入（百万元）	672.31	974.85	1364.79	1842.47
	增长率（%）	47.65%	45.00%	40.00%	35.00%
一级医院					
	业务收入（百万元）	105.24	186.27	325.98	567.21
	增长率（%）	81.70%	77.00%	75.00%	74.00%
单体药店					
	业务收入（百万元）	14.09	16.91	20.12	23.94
	增长率（%）	20.84%	20.00%	19.00%	19.00%
零售医药连锁公司					
	业务收入（百万元）	8.15	11.08	14.96	19.90
	增长率（%）	173.49%	36.00%	35.00%	33.00%
其他业务					
	业务收入（百万元）	294.21	367.76	456.03	556.35
	增长率（%）	26.71%	25.00%	24.00%	22.00%
总业务					
	业务收入（百万元）	2212.98	3045.12	4146.36	5602.98
	增长率（%）	38.18%	37.60%	36.16%	35.13%

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

表 6 公司财务报表分析及预测

偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
负债权益比率	3.44	4.00	2.02	2.75	营业收入	2213.38	3045.68	4147.12	5604.00
借款/股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业成本	2029.63	2814.20	3836.08	5183.70
已获利息倍数	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	39.74	55.74	75.06	100.87
流动比率	1.21	1.17	1.42	1.28	管理费用	32.25	48.73	62.21	84.06
速动比率	1.02	0.98	1.24	1.12	财务费用	18.67	10.83	20.58	28.51
现金比率	0.30	0.60	0.54	0.45	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
					营业利润	85.14	113.61	148.97	200.45
盈利能力指标（%）	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT	106.63	123.12	169.54	228.96
毛利率	8.30	7.60	7.50	7.50	折旧摊销	4.59	4.86	7.96	11.35
息税摊销折旧利润率	5.24	4.25	4.28	4.29	EBITDA	111.23	124.44	169.54	228.96
净利润率	2.81	2.80	2.69	2.68	利润总额	83.18	113.61	148.97	200.45
净资产收益率	23.44	14.99	12.62	15.19	所得税	21.04	28.40	37.24	50.11
资产回报率	4.20	3.36	3.21	3.60	少数股东损益	0.02	0.03	0.04	0.05
投资回报率	42.19	40.32	39.52	40.88	归属母公司的净利润	62.11	85.17	111.69	150.29
					每股收益（元）	0.66	0.91	1.19	1.60
经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	114.00	113.78	112.74	113.10	现金及现金等价物	349.68	1015.23	1382.37	1401.00
存货周转天数	28.50	29.40	29.43	29.53	应收款项	814.05	1084.76	1477.05	1995.95
总资产周转率	1.76	1.52	1.38	1.46	存货	191.51	261.82	356.71	481.93
固定资产周转率	44.10	43.93	32.80	32.71	流动资产	1385.80	2407.49	3278.35	3962.94
					固定资产	50.75	87.90	165.00	177.69
盈利增长（%）	2010	2011E	2012E	2013E	总资产	1479.48	2537.00	3483.65	4179.60
主营收入增长率	38.19	37.60	36.16	35.13	应付帐款	915.64	1232.07	1678.66	2267.91
主营利润增长率	35.38	33.43	31.13	34.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT 增长率	-0.73	-18.80	0.06	-0.06	总负债	1183.44	1696.80	2554.05	3129.72
EBITDA 增长率	36.64	11.50	37.29	35.38	少数股东权益	0.00	0.03	0.07	0.12
净利润增长率	38.77	37.13	31.13	34.56	股东权益	296.03	840.17	929.52	1049.75
					每股净资产（元）	4.23	8.96	9.91	11.19
现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E					
净利润	62.11	85.17	111.69	150.29	净利润	62.11	85.17	111.69	150.29
折旧摊销	4.59	4.86	7.96	11.35	折旧摊销	4.59	4.86	7.96	11.35
营运资金变动	-14.56	-24.74	-46.00	-62.51	营运资金变动	-14.56	-24.74	-46.00	-62.51
经营活动现金流	48.95	63.32	71.69	97.18	经营活动现金流	48.95	63.32	71.69	97.18
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	-9.59	-36.26	-82.36	-20.99	固定资产投资	-9.59	-36.26	-82.36	-20.99
投资活动现金流	-9.59	-36.26	-82.36	-20.99	投资活动现金流	-9.59	-36.26	-82.36	-20.99
公司自由现金流	91.66	37.18	6.76	99.57	公司自由现金流	91.66	37.18	6.76	99.57
股权自由现金流	98.14	208.58	391.48	50.69	股权自由现金流	98.14	208.58	391.48	50.69
债务变化	0.00	0.00	0.00	0.00	债务变化	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	54.35	638.48	377.82	-57.56	融资活动现金流	54.35	638.48	377.82	-57.56
现金净流量	93.72	665.54	367.15	18.63	现金净流量	93.72	665.54	367.15	18.63
每股经营现金流（元）	0.52	0.68	0.76	1.04	每股经营现金流（元）	0.52	0.68	0.76	1.04

备注：EPS 按全面摊薄计算
资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频：消费小组首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：康美药业、乐普医疗、康芝药业、科华生物、达安基因、上海医药、人福医药、东阿阿胶、天士力等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。